



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

## **MESTRADO**

### **CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS**

## **TRABALHO FINAL DE MESTRADO**

Dissertação

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE DOS  
RESULTADOS DAS EMPRESAS EUROPEIAS**

**ANA RITA CARDOSO COSTA**

**MARÇO-2014**

**MESTRADO EM**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**  
**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

**IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE DOS**  
**RESULTADOS DAS EMPRESAS EUROPEIAS**

**POR ANA RITA CARDOSO COSTA**

**ORIENTAÇÃO:**

**CRISTINA BELMIRO GAIO MARTINS DA SILVA**

**INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA FONSECA PINTO**

**MARÇO-2014**

## **Resumo**

Este estudo investiga se a crise financeira presente desde 2008, provocou algum tipo de alterações na qualidade dos resultados apresentados pelas empresas europeias não cotadas e, se sim, qual o impacto efetivo.

A amostra, consiste em 5271 empresas, analisadas durante o período de crise financeira (2008-2011) e o período de não crise financeira (2003-2007).

Para medir a qualidade dos resultados usou-se uma medida de qualidade dos *accruals* apresentada por Dechow e Dichev (2001) e duas medidas de *earnings management* usadas pelos autores Leuz et al (2003) para complementar a investigação. As conclusões apuradas mostram que existe um impacto relevante negativo na qualidade dos resultados apresentados nas demonstrações financeiras nas empresas dos países onde a crise financeira foi mais intensa, como é o caso de Portugal, Espanha, Itália e Irlanda, e um impacto em termos globais de sentido contrário, sobretudo influenciado pelos países mais desenvolvidos, onde a crise não foi tão relevante.

Palavras Chave: Crise Financeira; Qualidade dos resultados; Qualidade dos *Accruals*

***Abstract***

This study investigates if the financial crisis existing since 2008 has originated some type of change in the quality of the results presented by the non listed European companies and, if yes, what is its real impact.

The sample consists of 5271 companies analyzed during the financial crisis period (2008-2011) and the non financial crisis period (2003-2007).

To measure the quality of the results it was used a measure of accruals quality presented by Dechow and Dichev (2001) and, to complement the investigation, two measures of earnings management presented by the authors Leuz et al. (2003). Conclusions reached show that there is a relevant negative impact in the quality of the results presented in financial statements of the companies from the countries where the financial crisis was more intense, such as Portugal, Spain, Italy and Ireland, and a global positive impact, specially influenced by the results of the more developed countries, where the crisis was less intense.

*Keywords:* Financial Crisis; Earnings Quality; Accruals Quality

## Índice

Resumo	III
<i>Abstract</i>	IV
Índice	V
Índice de Tabelas	VI
Lista de Siglas	VII
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	4
2.1 A Crise Financeira	4
2.2 Gestão de Resultados e a Qualidade dos <i>Accruals</i>	7
2.3. Desenvolvimento da Hipótese	12
3. Metodologia e Dados	14
3.1. A Medida de Qualidade dos <i>Accruals</i>	14
3.2. As Medidas de <i>Earnings Management</i>	17
3.3. A Amostra	18
4. Análise e Discussão de Resultados	22
4.1. Estatísticas Descritivas das Variáveis	22
4.2. Matriz de Correlações	26
4.3. Análise de Resultados	27
5. Conclusões	30
Referências Bibliográficas	32

## **Índice de Tabelas**

Tabela I – Composição da Amostra por País

Tabela II – Composição da Amostra por Setor

Tabela III – Estatísticas Descritivas das Variáveis

Tabela IV – Medidas de Qualidade de Resultados por País

Tabela V – Matriz de Correlação

Tabela VI – Resultados dos Testes

Tabela VII – Ranking das Medidas Estudadas

## **Lista de Siglas**

ROA – *Return on assets*

BIG4 – Designação usual aplicável ao conjunto de empresas de auditoria: Deloitte, E&Y, KPMG e PwC.

AQ – *Accruals Quality*

AQcrise – *Accruals Quality* no período de crise

AQncrise – *Accruals Quality* no período de não crise

Modelo DD – Modelo da Qualidade dos *Accruals* apresentado pelas autoras Dechow e Dichev

GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

## **1. Introdução**

A atual crise financeira global, que começou a ganhar expressão no ano de 2008, tem tido um grande impacto na confiança dos investidores e afetado a performance financeira de algumas empresas, tendo inclusive levado ao encerramento de algumas. Falta de confiança e fracas performances são fatores que, em conjunto, têm levado a um pior desempenho das empresas no mercado de capitais, visível na redução do valor da capitalização bolsista das empresas e na queda de alguns dos índices bolsistas. Com este estudo pretende avaliar-se se esta crise financeira provocou de facto alterações na qualidade dos resultados das empresas europeias não cotadas, e, a verificar-se esse facto, qual o grau do seu impacto efetivo. Dado o peso que os *accruals* têm nas demonstrações financeiras das empresas e o grau de subjetividade que lhes está inerente, o trabalho pretende igualmente compreender a qualidade dos *accruals* e se os gestores das empresas os utilizam para alterar os resultados que são apresentados aos utilizadores externos e internos das demonstrações financeiras, durante o período de crise financeira e como tal tentar minimizar o seu efeito real nas demonstrações financeiras. Trata-se de um assunto bastante relevante dado a crise financeira ser um tema bastante atual, com grande relevância e impacto na sociedade e também porque até hoje poucos, ou quase nenhuns, estudos incidiram esta pesquisa em empresas não cotadas.

Através da literatura anterior foi possível chegar à colocação da hipótese de que as empresas tenderiam a manipular mais os resultados, o que resultaria numa consequente diminuição da qualidade dos mesmos, em períodos de crise financeira comparando com os períodos de não crise financeira (Gorgan et al., 2012).



De forma a poder analisar esta hipótese, este estudo focou-se na qualidade dos *accruals*, variável que inclui uma enorme incerteza, dado serem constituídas por estimativas. A partir dessa variação na qualidade dos *accruals* poder-se-ia inferir se a qualidade dos resultados tinha alterado nos diferentes períodos. Para tal análise foi usado o modelo das autoras Dechow and Dichev (2001), com as alterações introduzidas por McNichols (2002), que mede a qualidade dos *accruals* examinando em que medida os *accruals* estimados vão de encontro aos *cash flows* efetivamente verificados posteriormente. O desvio padrão da regressão dos erros do modelo é a medida de qualidade dos *accruals* usada.

Para complementar esta análise e de acordo com estudos anteriores (Leuz et al., 2003), foram também analisadas outras medidas de *earnings management*, que se focam essencialmente no peso dos *accruals* nos resultados reportados, o que vai de encontro à análise da qualidade dos resultados pretendida.

A amostra utilizada inclui 5271 empresas não cotadas da União Europeia com dados de 2003 a 2011, retirados da base de dados Amadeus.

Após realizados os testes aos dados separados em duas amostras relativas a cada um dos períodos (crise e não crise), os resultados apresentados demonstram uma alteração estatisticamente significativa dos resultados, para duas das três medidas estudadas. Elaborado um ranking para estas medidas, pôde concluir-se que a crise trouxe um impacto negativo para a qualidade das contas das empresas dos países que foram mais afetados pela crise, com um consequente deterioramento da qualidade dos *accruals* e dos resultados e que em termos globais o impacto foi em sentido contrário, porque os países mais desenvolvidos não sentiram os efeitos da crise da mesma forma.

Esta dissertação está organizada da seguinte forma: o capítulo 2 apresenta a revisão da literatura e o desenvolvimento de hipóteses, o capítulo 3 contém a metodologia e amostra utilizada no estudo. O capítulo 4 apresenta os resultados e estatísticas descritivas e por fim, o capítulo 5 apresenta as conclusões do estudo, as suas limitações e sugestões para futuras investigações.

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1 A Crise Financeira

A crise financeira vivida na Europa tem raízes em profundas distorções que vêm de muito atrás e incluíram longos períodos de baixas taxas de juro, bolhas especulativas nos preços dos ativos, alavancagens maciças e desequilíbrios na poupança e no comércio externo, nomeadamente entre os países com excedentes externos (China e países petrolíferos) e países com défices (EUA). Muitos desses desequilíbrios (no comércio externo e nas poupanças) foram alimentados por países com políticas monetárias expansionistas (como a China e os EUA) (Amaral, 2009).

Apesar de a atual crise ter tido origem nos problemas referidos anteriormente, o seu detonador aconteceu com o *sub-prime*, os problemas no segmento baixo do mercado imobiliário americano (o *sub-prime mortgage*) (Amaral, 2009).

Estudos relacionados com o impacto da crise nos países afetados focam-se normalmente nos efeitos provocados na performance das instituições financeiras. (i.e., Brealey and Kaplanis, 2004). Apesar disso, recentes pesquisas demonstram que a crise financeira tem também um grande impacto no setor económico global e não só no financeiro (Kutan et al., 2012). O que começou por ser uma crise no sector financeiro, alastrou-se a toda a economia em virtude da enorme dependência existente do sector financeiro e das dificuldades cada vez maiores de acesso ao crédito por parte das empresas e das famílias.

Algumas economias mais débeis entraram em contração, indo da recessão à depressão, com o consequente agravamento do desemprego e emergência de problemas sociais profundos, com um cada vez maior afastamento entre ricos e pobres e agora, cada vez mais, entre empregados e desempregados, entre trabalhadores ativos e reformados. Com a procura agregada a cair a nível mundial, passamos a ter agora uma recessão global severa que afeta, de modo diferente, muitos setores, classes de ativos e regiões do mundo. Esta situação aumentou o crédito mal parado, o que veio ainda mais dificultar as condições de exploração dos bancos, levando à necessidade de intervenção estatal em alguns deles ou mesmo ao seu encerramento. A inflação que ameaçou os países ocidentais evaporou-se e, em alguns casos, é a deflação que agora preocupa, devido à fraqueza da procura, com a consequente queda dos preços da energia e das matérias-primas (Amaral, 2009).

Este cenário negro é alimentado pela queda a pique da procura privada devido a uma combinação de restrições de crédito, de consequências negativas de diminuição de riqueza derivadas da descida dos preços de casas e de ativos mais baixos e da perda de confiança (Amaral, 2009).

As finanças públicas de alguns países ficaram sujeitas a grandes tensões, sobretudo nos países do Sul da Europa, tradicionalmente com elevados défices orçamentais, aumentando os riscos de *default* e o número de intervenções do FMI (Amaral, 2009).

A crise afetou os países da zona Euro de maneira assimétrica, tendo um impacto maior em países como Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha, alguns deles forçados já a pedir ajuda financeira internacional (Kousenidis et al., 2013).

As condições macroeconómicas vividas nestes países têm deteriorado as atividades operacionais das empresas, dadas as grandes reduções no volume de vendas. Por outro lado, o quase colapso do setor financeiro e do mercado de capitais levou a uma diminuição da liquidez nesses países (Kousenidis et al., 2013).

Todas estas restrições têm tido um grande impacto na confiança dos investidores e têm afetado bastante a performance financeira e de mercado das empresas (Hameed et al 2010). Para tentar inverter esta situação os gestores das empresas podem tender a adotar estratégias e políticas diferentes, mais agressivas, de maneira a apresentar uma imagem mais positiva das suas firmas para o exterior. Manipular a informação financeira reportada pode ser uma maneira de manter a confiança do investidor.

Uma das principais preocupações de investidores, gestores e outros intervenientes do mercado são os resultados que são periodicamente apresentados, dado estes terem tendência para serem voláteis e para apresentarem um padrão decrescente em época de crise. Para preservar os resultados apresentados em tempo de crise pode haver a tendência de i) vender ativos abaixo do seu valor efetivo (Laux e Leuz, 2010), ou ii) diminuir as perdas utilizando *accruals* discricionários (Kousenidis et al., 2013).

Assim, durante um período de turbulência financeira, as consequências em termos de mercado de capitais de alterações na qualidade dos resultados podem ter um papel muito importante na determinação da qualidade do reporte financeiro.

Convém, no entanto, referir que esta dissertação analisa apenas empresas não cotadas, quando a maioria dos estudos existentes e referidos posteriormente incidem sobre as empresas cotadas, pelo que os impactos nas empresas alvo desta dissertação poderão ser distintos.

## **2.2 Gestão de Resultados e a Qualidade dos *Accruals***

Os diversos utilizadores das demonstrações financeiras elegeram diversos indicadores para avaliar o desempenho económico duma empresa num determinado período de tempo, no entanto, o seu resultado líquido é o indicador mais comumente utilizado e é a principal fonte de informação específica da empresa (Francis et al., 2003).

O resultado líquido representa assim a performance da empresa num determinado exercício e inclui acontecimentos que já decorreram na sua totalidade, ou seja em que já aconteceu o ato económico que lhe deu origem, a sua formalização documental através da emissão de uma fatura ou de um documento semelhante e a sua regularização financeira através da transferência de meios monetários do comprador para o vendedor (Dechow, 1994).

No entanto, o resultado líquido inclui igualmente transações em que os três ciclos ainda não se encontram concluídos, ou seja transações em que apenas ocorreu o ciclo económico (aquele que deve estar refletido na demonstração de resultados) e

ainda não ocorreu o ciclo documental (receção da fatura) e muito menos o financeiro (transferência dos meios monetários).

Nestes casos as empresas tem que estimar o valor pelo qual se vai materializar a transação que já ocorreu, mas cuja documentação de suporte ainda não foi recebida, ou o respetivo pagamento ainda não ocorreu. São os casos em que as empresas têm que fazer *accruals* para estimar o valor do respetivo gasto com base nas melhores indicações que dispuserem à data da preparação das demonstrações financeiras. Ou seja os *accruals* são ajustamentos contabilísticos temporários, necessários para poder transportar os *cash flows* para o período onde são efetivamente gerados os resultados (Dechow and Dichev, 2001).

A utilização de *accruals* permite que as demonstrações financeiras apresentem uma imagem mais verdadeira da situação económica da empresa e como tal a sua utilização não deve necessariamente ser entendida como gestão de resultados (Schipper, 1989; Healy e Whalen; 1999; Beneish, 2001), bem pelo contrário deve ser entendida como um mecanismo de melhoria na qualidade dos resultados.

No entanto, pelo facto de as transações ainda não se terem materializado financeiramente e o valor ser apurado por estimativa, é mais possível que a gestão possa usar este mecanismo para uma gestão dos seus resultados, sendo mais ou menos prudente, sendo mais ou menos objetiva, podendo ser, em alguns casos, mais ou menos oportunista com o objetivo de “manipular” os resultados de forma a obter algum benefício próprio (Schipper, 1989) ou para os seus acionistas.

Deste modo a utilização de *accruals* permite que a gestão da empresa, se assim o entender, altere a qualidade dos seus resultados, apresentando um resultado que lhe seja mais conveniente em função dos seus interesses ou de terceiros.

A gestão de resultados pode ser definida como uma alteração das demonstrações financeiras de uma empresa por parte dos seus gestores, apresentando um resultado que melhor favoreça os seus interesses, ou de terceiros, ou para influenciar algum possível *outcome* ou mesmo para deliberadamente enganar os diversos *stakeholders*. Este incentivo para alterar as demonstrações pode dever-se a um conflito de interesses entre os *insiders* e *outsiders* (Healy and Wahlen, 1999).

De facto, enquanto os gestores na sua função de preparadores das demonstrações financeiras podem ter interesses próprios em apresentar um melhor resultado para com isso aumentar as suas remunerações variáveis, a capitalização bolsista da empresa, ou noutros casos diminuir os resultados para, por exemplo, reduzir a carga fiscal que incide sobre a empresa, os diversos *stakeholders* externos, começando nos atuais ou eventuais futuros acionistas e continuando por bancos, Estado e fornecedores da empresa têm todo o interesse em que a mesma apresente demonstrações financeiras que representem de facto a verdadeira situação económica e financeira da sociedade.

Ao longo dos anos têm vindo a ser desenvolvidos diversos modelos para ser possível avaliar ou medir a gestão e a qualidade dos resultados das empresas, sendo os *accruals* o determinante mais estudado em todos eles.

A definição de *accruals*, um conceito bastante debatido, tem sido alterada ao longo dos tempos. Numa primeira abordagem, os *accruals* pura e simplesmente não



existiam e as demonstrações financeiras eram preparadas numa base de caixa. Esta abordagem claramente não permitia às empresas apresentar a sua verdadeira situação económica. Quando introduzidos nos conceitos de contabilidade, os *accruals* começaram por ser frequentemente definidos como “*non-cash working capital and depreciation*”. Desde o momento em que a demonstração de fluxos de caixa foi introduzida, surgiu uma nova definição de *accruals*, sendo estes a diferença entre os resultados apresentados e os *cash flows* presentes nesta demonstração (Dechow, Ge and Schrand, 2010).

De acordo com variadas investigações houve a necessidade de diferenciar os *accruals* em dois tipos: os discricionários e os não discricionários. Os primeiros, sem qualquer relação com a realidade do negócio da empresa, teriam como único objetivo a manipulação do resultado líquido, pois são motivados por influências exteriores à natureza da sociedade sendo os não discricionários a componente dos *accruals* influenciada por fatores intrínsecos à atividade normal e à natureza do negócio em questão (Francis et al., 2005) e como tal necessária para uma correta apresentação das demonstrações financeiras. Apesar de serem inerentes ao ciclo operacional da empresa, estes também podem refletir as capacidades de um gestor em estimar o impacto dos futuros *cash flows* nas demonstrações financeiras de hoje, enquanto que os *accruals* discricionários tem mais probabilidade de refletir apenas algum oportunismo por parte dos gestores (Francis et al., 2005).

Dado os *accruals* serem baseados normalmente em estimativas a sua qualidade está sempre associada a alguma assimetria de informação (Bhattacharya et al, 2008) e à qualidade da informação disponível na altura do seu cálculo, pelo que é

sempre provável que, mesmo os *accruals* não discricionários, possam estar afetados por erros que influenciem a qualidade dos resultados.

Esse facto leva a que possa existir um erro na altura do seu cálculo e uma correção desse erro em data posterior quando o facto que lhe deu origem se materializa documentalmente ou financeiramente. Logo os resultados das empresas vão incluir estes erros de estimativa e as suas correções, erros estes que podem reduzir a qualidade dos resultados apresentados (Dechow and Dichev, 2001). Ou seja, se por um lado a utilização de *accruals* é fundamental para a inclusão nas demonstrações financeiras de todos os factos económicos que aconteceram num determinado período, independentemente de já estarem ou não suportados documentalmente e de se terem materializado financeiramente e deste modo fornecer a imagem verdadeira e apropriada da situação económica da empresa, por outro lado a utilização excessiva de *accruals* introduz um fator menos objetivo nas demonstrações financeiras e como tal possibilitador de ocorrência de erros, apenas por deficiência da informação disponível ou por vontade deliberada de manipular a informação financeira (Rangan 1998; Teoh et al. 1998). Em resposta a esta pouca qualidade possível dos *accruals* e consequente possível apresentação inapropriada dos resultados das empresas, pode levar a que os seus investidores e credores possam querer uma maior remuneração do seu capital (Krishnan, 2003), para compensar o inerente acréscimo de risco.

Sendo os *accruals* o fator que pode levar a uma menor/menor qualidade dos resultados, existem condições que podem influenciar a propensão para uma manipulação ou não dos *accruals*, tais como o nível de endividamento das empresas, a sua rentabilidade ou a sua dimensão.

Como referido, o reporte financeiro é influenciado pelo uso de *accruals* nas estimativas de futuros *cash flows*. Sendo estes uma estimativa, podem levar a erros ou mesmo à manipulação dos resultados. A qualidade dos *accruals* é então usada como uma *proxy* para a gestão de resultados e para estudar, um dos modelos mais usados é o desenvolvido por Dechow e Dichev (2001), com algumas alterações introduzidas por McNichols (2002).

São também de referir outras medidas utilizadas para avaliar o impacto que os *accruals* representam nos resultados, como é o caso das medidas de *earnings management* desenvolvidas por Leuz et al. (2003). Estes autores desenvolveram estas medidas de forma a capturar diversas formas de *earnings management*, como o alisamento de resultados ou mesmo a manipulação forçada dos *accruals*.

### **2.3 Desenvolvimento da Hipótese**

A qualidade da informação financeira é essencial para um bom funcionamento da economia a nível global.

A crise financeira tem normalmente um impacto negativo nos resultados das empresas, podendo frequentemente transformar empresas tradicionalmente lucrativas em empresas com perdas. Logo, durante este período, a integridade das demonstrações é mais vezes posta em causa pelos seus utilizadores (Gorgan et al., 2012). Apresentar um valor inferior dos *accruals* necessários, pode ser um modo de esconder esta realidade, mantendo a apresentação de resultados ao nível de anos anteriores.

Na opinião de alguns autores, apesar de já se terem tomado algumas medidas para melhorar a qualidade das demonstrações financeiras, ainda existe bastante flexibilidade para os gestores manipularem as contas. Isto é mais observável em situações em que as empresas enfrentam algumas restrições impostas por acontecimentos extremos, como uma crise financeira (Gorgan et al., 2012).

É essencialmente nestas alturas de grandes escândalos financeiros e do aparecimento da crise que as falhas existentes na informação financeira surgem e o impacto negativo que têm no funcionamento do mercado também (Gorgan et al., 2012).

Assim, a hipótese a ser testada será:

H1: As empresas tendem a manipular mais os *accruals*, resultando numa pior qualidade dos resultados, em períodos de crise financeira do que em períodos de não crise financeira.

### 3. Metodologia e Dados

Como mencionado no capítulo anterior, os elementos das demonstrações financeiras a estudar serão os *accruals* e a qualidade que estes apresentam. Para tal o modelo que irá medir a qualidade dos *accruals* é o desenvolvido por Dechow e Dichev (2001), em conjunto com outras duas medidas descritas por Leuz et al. (2003). Para ser possível realizar os testes necessários foi usado um programa de estatística, o STATA.

#### 3.1 A Medida de Qualidade dos Resultados

O modelo de Dechow e Dichev é baseado no facto dos *accruals* serem ajustamentos contabilísticos temporários, necessários para poder transportar os *cash flows* para o período onde são efetivamente gerados os resultados, o que faz com que os números ajustados produzam uma melhor imagem e mais precisa da performance económica da empresa (Dechow and Dichev, 2001).

O modelo desenvolvido por estas autoras mede a qualidade dos *accruals* examinando em que medida os *accruals* estimados vão de encontro aos *cash flows* realmente verificados no futuro. A qualidade dos resultados pode ser diretamente estimada através de uma regressão das alterações no *working capital* dos *cash flows* passados, correntes e futuros (Kent et al., 2010).

A regressão a utilizar é a seguinte:

$$\Delta WC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CFO_{it-1} + \beta_2 * CFO_{it} + \beta_3 * CFO_{it+1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde  $\Delta WC_{it}$  é a medida das alterações nos *working capital accruals*, que é calculado através da fórmula:

$$\Delta WC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta DEBT_{it}) \quad (2)$$

onde CA = ativos correntes, CL = passivos correntes, CASH = caixa e equivalentes e DEBT = dívida corrente.

O  $CFO_{it-1}$  é o *cash flow* operacional em t-1;  $CFO_{it}$  é o *cash flow* operacional em t;  $CFO_{it+1}$  é o *cash flow* operacional em t+1;  $\varepsilon_t$  é o resíduo (Dechow and Dichev, 2001). Os CFO são calculados através da diferença entre o resultado líquido antes de resultados extraordinários e os *accruals* totais, que se podem calcular através da seguinte fórmula:

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta CASH_{it} + \Delta DEBT_{it} - DEP_{it}) \quad (3)$$

onde CA = ativos correntes, CL = passivos correntes, CASH = caixa e equivalentes, DEBT = dívida corrente e DEP = depreciações e amortizações.

McNichols (2002) testou uma variação do modelo destas autoras, introduzindo uma medida de variação dos *revenues* e o valor efetivo dos ativos fixos tangíveis, variáveis que também influenciarão os *accruals*, como demonstrado na equação 4. De acordo com estes autores, McNichols (2002) e Francis et al. (2005), ambas as variáveis são importantes na formação de expectativas sobre os *accruals* correntes, demonstrando que estas variáveis aumentam de modo significativo o poder explicativo do modelo da qualidade dos *accruals*. Intuitivamente os *accruals* que não se transformem em *cash flows* num período de três anos dificilmente se virão a

materializar, sugerindo que este tipo de *accruals* são indicadores negativos do impacto a ocorrer em *cash flows* futuros.

Deste modo o modelo original melhorado pelas contribuições da autora acima referida passou a ser o seguinte:

$$\Delta WC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CFO_{it-1} + \beta_2 * CFO_{it} + \beta_3 * CFO_{it+1} + \beta_4 * \Delta Revenues_{it} + \beta_5 * PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A variável  $\Delta Revenues_{it}$  é a variação no volume de negócios e por fim o  $PPE_{it}$ , é o valor absoluto dos ativos fixos tangíveis (Dechow and Dichev, 2002; McNichols, 2002; Francis et al., 2005).

O desvio padrão dos resíduos ( $\varepsilon_{it}$ ), será então a medida da qualidade dos *accruals*, ou seja,  $AQ_{it} = \sigma(\hat{\varepsilon}_{it})$ , dado que mede a proporção de *accruals* que não estimam corretamente os *cash flows* futuros, donde um grande valor do desvio padrão mostra uma menor qualidade dos *accruals* (Dechow and Dichev, 2001). De acordo com as autoras serão estimados coeficientes separados para cada tipo de indústria em cada ano. Desta maneira será calculado o erro para cada setor e só posteriormente calculado o erro do modelo, ou seja o desvio padrão da soma de todos os erros.

Todas as variáveis do modelo foram divididas pelo total dos ativos no final do ano de modo a compensar as diferenças ao nível da dimensão das empresas e os coeficientes foram estimados por setor de atividade, de forma a compensar as diferenças ao nível das características de negócio.

As variáveis independentes são a média obtida para o período amostral por empresa.

### 3.2 As Medidas de *Earnings Management*

De forma a poder corroborar a hipótese levantada no capítulo 2.3, analisou-se também o impacto da crise financeira através de outras duas medidas de *earnings management* sugeridas pelos autores Leuz et al. (2003). Estas duas medidas têm comum com a medida de qualidade de resultados apresentada em cima, o facto de analisarem o fator *accruals* dentro dos resultados e calcular o impacto e a percentagem que estas estimativas representam nos resultados das empresas, o que implicitamente nos conduz a uma análise da qualidade dos resultados.

A primeira medida apresentada trata-se de uma medida de alisamento de resultados, ou seja, tenta capturar de que maneira variam os resultados reportados pelas empresas quando se altera a componente dos *accruals* (Leuz et al., 2003)

Assim esta medida, EM1, é calculada através do rácio entre o desvio padrão dos *operating earnings* e do desvio padrão dos *operating cash flows* (CFO). Estes CFO são calculados como referido no capítulo 3.1. Valores reduzidos desta medida indicam que, mantendo tudo o resto constante, os gestores usam a componente discricionária dos resultados para alisar os mesmos, ou seja, neste caso quanto menor o valor desta medida, maior é a probabilidade das empresas usarem a componente dos *accruals* para praticarem gestão de resultados, reduzindo assim a qualidade dos *accruals* e consequentemente dos resultados reportados (Leuz et al., 2003).

$$EM1 = SD(\textit{operating earnings}) / SD(\textit{operating cash flows}) \quad (5)$$



Como já referido, existe também a preocupação da existência de alteração dos *accruals* quando a empresa tem certos objetivos para atingir, nomeadamente para mostrar uma melhor performance aos seus acionistas (Leuz et al., 2003).

Desta forma a segunda medida, EM2, é calculada através do rácio entre o valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto dos CFO (Leuz et al., 2003), ou seja, utiliza a magnitude dos *accruals* como *proxy* para o nível de utilização da componente discricionária nos resultados reportados. Um maior valor deste rácio indica um maior valor dos *accruals*, ou seja, um maior peso das estimativas nos resultados e consequente diminuição potencial da qualidade destes.

$$EM2 = |Accruals| / |Operating cash flows| \quad (6)$$

### 3.3 A Amostra

A amostra foi retirada da base de dados Amadeus, disponibilizada através do *Bureau van Dijk*, que é relativamente recente e fornece dados das demonstrações financeiras de empresas europeias. Inicialmente o critério de seleção dos dados incidia sobre todas as empresas não cotadas e não financeiras, (excluindo assim bancos, seguradoras e *holdings* financeiras, e também empresas do setor de administração pública), em todos os tipos de setores de indústria, presentes em 28 países da União Europeia.

O período da amostra começa em 2003 e prolonga-se até 2011, dado ser o último ano com informação disponível para o cálculo das medidas.

Em seguida, e de acordo com a norma da Comissão Europeia, 2003/361/CE, de 6 de maio de 2003, onde figuram os limites para a definição de micro, pequenas e médias empresas, foram excluídas empresas que tivessem menos de 250

trabalhadores e um volume de negócios menor que 50.000 Euros, de forma a excluir da amostra micro e pequenas empresas.

Para além disso, foi também necessário eliminar os *outliers* extremos, e para tal, todos os dados necessários para calcular as medidas estão situados entre os percentis 1 e 99. De acordo com Wooldridge (2009), os *outliers* não devem ser considerados por dois motivos: por um lado podem dever-se a um erro de digitalização de informação e por outro lado, porque numa amostra reduzida haver situações de valores muito extremos pode alterar muito significativamente os resultados do estudo.

Depois de retiradas todas as empresas da amostra que não apresentavam valores suficientes para calcular as medidas de qualidade dos resultados e as empresas com menos de seis anos de informação, o número de países presente na amostra sofreu também uma diminuição, tendo deixado de estar representados países como Chipre, Dinamarca, Estónia, Grécia e Eslováquia.

Após isto, a amostra final consiste em 5.271 empresas distribuídas por 22 setores de atividade e 19 países na União Europeia, sendo a maior concentração delas em Inglaterra. A Tabela I apresenta a distribuição da amostra por país.

É possível observar nesta tabela que a maior parte da amostra incide em empresas das maiores economias europeias, tais como o Reino Unido (42,6%), seguido da Alemanha (17,5%) e da Suécia (11,5%).

Por outro lado, fazendo uma análise da composição da amostra por setor (Tabela II) é possível observar que se destacam três setores de atividade, o setor 33 (17,9%), que corresponde à produção industrial, o setor 42 (12,8%),

correspondendo ao comércio grossista, e por fim o setor 55 (11,3%), relativo à gestão de empresas.

**Tabela I**  
**Composição da Amostra por País**

<b>Country Code</b>	<b>Country</b>	<b>Frequency</b>	<b>Percent</b>
BE	Bélgica	35	0,7%
BG	Bulgária	5	0,1%
CZ	República Checa	198	3,8%
DE	Alemanha	924	17,5%
ES	Espanha	349	6,6%
FI	Filândia	199	3,8%
FR	França	18	0,3%
GB	Inglaterra	2244	42,6%
HR	Croácia	14	0,3%
HU	Hungria	64	1,2%
IE	Irlanda	26	0,5%
IT	Itália	177	3,4%
LT	Lituânia	8	0,2%
LV	Letónia	7	0,1%
NL	Holanda	257	4,9%
PL	Polónia	98	1,9%
PT	Portugal	30	0,6%
RO	Roménia	12	0,2%
SE	Suécia	606	11,5%
<b>Total</b>		<b>5271</b>	<b>100,0%</b>

**Tabela II**  
**Composição da Amostra por Setor**

NAICS Code	NAICS Sector	Frequency	Percent
11	Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	24	0,5%
21	Mining	62	1,2%
22	Utilities	103	2,0%
23	Construction	229	4,3%
31	Manufacturing	302	5,7%
32	Manufacturing	507	9,6%
33	Manufacturing	946	17,9%
42	Wholesale Trade	676	12,8%
44	Retail Trade	236	4,5%
45	Retail Trade	78	1,5%
48	Transportation and Warehousing	246	4,7%
49	Transportation and Warehousing	22	0,4%
51	Information	163	3,1%
53	Real Estate Rental and Leasing	95	1,8%
54	Professional, Scientific, and Technical Service	343	6,5%
55	Management of Companies and Enterprises	595	11,3%
56	Administrative and Support and Waste Management and Remediation Services	275	5,2%
61	Educational Services	11	0,2%
62	Health Care and Social Assistance	135	2,6%
71	Arts, Entertainment, and Recreation	42	0,8%
72	Accommodation and Food Services	86	1,6%
81	Other Services (except Public Administration)	95	1,8%
Total		<b>5271</b>	<b>100,0%</b>

## 4. Análise e Discussão de Resultados

### 4.1 Estatísticas Descritivas das Variáveis

Sendo a ideia examinar o impacto da crise na qualidade dos resultados, a totalidade da amostra foi dividida em duas partes, uma correspondente aos anos da crise (2008, 2009, 2010 e 2011) e outra aos anos de não crise (2003, 2004, 2005, 2006 e 2007).

A Tabela III apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis de controlo que podem influenciar a qualidade dos *accruals*, para os períodos crise e não crise por país.

É possível verificar que a média de endividamento das empresas (Endiv) se situa por volta dos 18%, variando entre cerca de 2% e 34% na altura de não crise, variando no período de crise entre os 5% e 44%. Contudo, verifica-se que há variações em sentido contrário nos diversos países entre os dois períodos, o que leva a que a média total do valor do endividamento do período inicial para o período de crise praticamente não se tenha alterado.

Relativamente ao *return on assets* (ROA) as conclusões são semelhantes, sendo o seu valor médio no período de não crise de 5,61%, variando entre os 1,96% da Itália (IT) e os 8,52% da Lituânia (LT). A sua evolução entre o período de crise e não crise não foi semelhante de país para país, sendo que em média passou para 4,59%. Os países onde a crise foi mais acentuada, Portugal (PT), Espanha (ES), Itália (IT) e Irlanda (IE), ou já tinham valores de base muito baixos ou foram os que tiveram uma variação mais significativa.

Tabela III  
Estatísticas Descritivas das Variáveis

Country Code	ÉPOCA NÃO CRISE (2003 - 2007)			ÉPOCA CRISE (2008 - 2011)		
	ROA (%)	DIMEN (%)	Endiv (%)	ROA (%)	DIMEN (%)	Endiv (%)
BE	4,67	20,4%	29,3%	4,53	21,6%	24,3%
BG	8,36	26,2%	33,6%	9,06	28,0%	44,1%
CZ	6,86	52,2%	11,9%	6,30	56,4%	10,0%
DE	3,66	35,4%	22,1%	3,33	36,3%	19,5%
ES	3,67	20,3%	25,5%	2,32	17,5%	24,6%
FI	4,89	44,4%	11,2%	2,81	47,4%	10,2%
FR	6,33	72,7%	3,3%	3,82	68,9%	5,4%
GB	5,34	32,6%	30,6%	4,79	31,2%	28,0%
HR	6,30	37,1%	26,8%	4,49	31,0%	25,5%
HU	5,33	36,9%	6,2%	3,09	25,2%	10,7%
IE	7,10	24,8%	23,4%	1,41	13,3%	25,9%
IT	1,96	25,3%	13,3%	1,90	26,7%	10,7%
LT	8,52	75,8%	19,7%	7,07	72,8%	20,2%
LV	3,14	66,6%	18,8%	7,26	31,2%	22,2%
NL	5,23	47,0%	25,0%	4,29	37,2%	18,4%
PL	6,96	50,5%	10,2%	7,26	55,2%	8,7%
PT	7,61	52,5%	16,7%	3,50	61,1%	13,8%
RO	4,58	8,7%	1,6%	4,47	34,1%	9,2%
SE	6,06	45,5%	9,8%	5,54	46,5%	9,5%
Média	5,61	40,8%	17,8%	4,59	39,0%	17,9%
Mediana	5,34	37,1%	18,8%	4,47	34,1%	18,4%
Desvio Padrão	1,77	18,3%	9,5%	2,05	17,2%	9,6%
Min	1,96	8,7%	1,6%	1,41	13,3%	5,4%
Max	8,52	75,8%	33,6%	9,06	72,8%	44,1%

A medida de *accruals quality* foi dividida em dois períodos, sendo AQcrise referente aos anos da crise (2008 a 2011) e AQncrise referente aos restantes (2003 a 2007).

Em relação à média para as variáveis AQncrise e AQcrise (Tabela IV), foi possível verificar que esta melhorou com a alteração de um período de não crise para o de crise, de 0,015 para 0,013, respetivamente.

Esta diferença, apesar de ser reduzida, ao ser analisada por país consegue perceber-se a influência que os países mais desenvolvidos e menos afetados pela crise provocam nesta medida. Países como o Reino Unido (GB) e Alemanha (DE), apresentam uma evolução favorável no valor da medida, ou seja, demonstra que no período de crise, estes países melhoraram a qualidade dos *accruals* e

consequentemente dos seus resultados. Por outro lado nos países mais afetados pela crise (Portugal (PT), Espanha (ES), Itália (IT) e Irlanda (IE)), esta medida de qualidade dos *accruals* tem uma evolução positiva, mostrando que a proporção de *accruals* que medem corretamente os *cash flows* foi menor no período de crise financeira, tal como seria de esperar, sugerindo uma menor qualidade dos resultados.

No que respeita às medidas de *earnings management*, são apresentados na Tabela IV, os resultados das estatísticas descritivas por país para as duas medidas.

É possível observar que no geral as medidas se comportam como o esperado. A primeira medida, EM1, sofre uma diminuição em todos os países (com exceção da Letónia (LV)) ao passar para o período de crise, significando que existiu uma maior manipulação da componente dos *accruals*, o que deteriorou a sua qualidade.

A medida seguinte, EM2, apresenta um aumento em termos médios de 0,84 para 0,94, demonstrando que no período de crise o valor dos resultados representados por *accruals* foi mais elevado, sugerindo uma possibilidade de maior gestão de resultados e consequente menor qualidade destes.

**Tabela IV**  
**Medidas de Qualidade dos Resultados por País**

<b>Panel A - Anos de não Crise (2003 a 2007)</b>				<b>Panel B - Anos de Crise (2008 a 2011)</b>			
Country Code	AQ (+)	EM1 (-)	EM2 (+)	Country Code	AQ (+)	EM1 (-)	EM2 (+)
BE	0,019	0,944	1,077	BE	0,019	0,819	2,879
BG	0,009	0,936	0,348	BG	0,016	0,872	0,343
CZ	0,018	0,974	0,663	CZ	0,014	0,822	0,588
DE	0,013	0,980	0,910	DE	0,010	0,838	1,068
ES	0,013	1,008	0,748	ES	0,016	0,829	0,952
FI	0,016	1,008	1,214	FI	0,013	0,828	0,590
FR	0,009	0,911	0,357	FR	0,012	0,834	0,545
GB	0,017	0,960	0,817	GB	0,014	0,813	1,099
HR	0,017	1,045	0,392	HR	0,013	0,831	0,494
HU	0,018	0,995	0,832	HU	0,011	0,842	0,627
IE	0,012	0,950	0,544	IE	0,013	0,790	1,393
IT	0,013	0,959	0,853	IT	0,015	0,804	0,689
LT	0,016	1,020	0,651	LT	0,008	0,817	2,372
LV	0,017	0,854	0,287	LV	0,010	1,133	0,461
NL	0,015	1,193	1,165	NL	0,005	0,592	0,922
PL	0,019	0,899	0,624	PL	0,015	0,857	0,601
PT	0,014	1,028	0,517	PT	0,015	0,771	0,617
RO	0,021	1,063	3,142	RO	0,016	0,579	0,494
SE	0,017	0,932	0,803	SE	0,015	0,803	1,165
Média	0,015	0,982	0,839	Média	0,013	0,814	0,942
Mediana	0,016	0,974	0,748	Mediana	0,014	0,822	0,627
Desvio Padrão	0,003	0,073	0,619	Desvio Padrão	0,003	0,110	0,661
Min	0,009	0,854	0,287	Min	0,005	0,579	0,343
Max	0,021	1,193	3,142	Max	0,019	1,133	2,879

EM1 =  $SD(Operating\ earnings) / SD(Operating\ cash\ flows)$ ; EM2 =  $|Accruals| / |Operating\ cash\ flows|$ . O sinal no título da coluna indica se valores mais **elevados** da medida de EM implicam **mais earnings management** (+) ou **menos earnings management** (-).

Conforme descrito no capítulo 3, o modelo, apresentado pelas autoras Dechow e Dichev, pretende medir a qualidade dos *accruals*, examinando para tal, a diferença que existe entre os *cash flows* que efetivamente se verificam e os *accruals* estimados. Este modelo foi testado de forma a dar resposta à hipótese colocada no capítulo 2.3.

Para ser possível identificar a medida de AQ, foi calculada a regressão dos resíduos por setor e por ano. Para esta regressão foi usada uma amostra com os dados *pooled* no período de 2003 a 2011, devido a ser uma série temporal de nove anos, o que fez com que o número de observações aumentasse para 42.954.



De acordo com os resultados da regressão, é possível identificar alguns setores com um  $R^2$  bastante elevado, como por exemplo o setor 11 (Agricultura, Floresta, Pesca e Caça), o setor 23 (Construção), o setor 42 (Comércio Grossista), ou o setor 81 (*Administrative and Support and Waste Management and Remediation Services*) que apresentam valores de  $R^2$  de 75%, 76%, 77% e 81%, respetivamente. Isto significa que nestes casos o poder explicativo do modelo é bastante elevado, ou seja, que a variável dependente (*working capital*) é quase totalmente explicada pelos valores de *cash flows* operacionais dos períodos adjacentes.

## 4.2 Matriz de Correlação

A Tabela V apresenta a correlação entre as medidas apresentadas no estudo.

Tabela V			
Correlação das variáveis			
Panel A - Período Não CRISE			
	AQncrise	EM1ncrise	EM2ncrise
AQncrise	1		
EM1ncrise	0,1754***	1	
EM2ncrise	0,1010***	0,0636***	1
Panel B - Período CRISE			
	AQcrise	EM1crise	EM2crise
AQcrise	1		
EM1crise	0,1911***	1	
EM2crise	0,0142***	0,0339***	1

\*, \*\* e \*\*\* Significância estatística a 10%, 5% e 1% respetivamente

Pode-se verificar que, de uma forma geral, todas as variáveis têm uma correlação fraca entre si. A correlação mais forte é, nos dois períodos, entre a medida de AQ e a EM1, de 0,1754 (Panel A) e 0,1911 (Panel B). Dado os valores das correlações serem reduzidos, faz sentido construir uma medida agregada de EM com base nestas medidas individuais.

Todas as variáveis apresentam correlações estatisticamente significativas.

### 4.3 Análise dos Resultados

Para ser possível concluir sobre a hipótese levantada inicialmente, no capítulo 2.3, e para se poder inferir se as duas medidas (AQcrise e AQncrise) seriam estatisticamente diferentes, foi realizado um teste à igualdade das médias destas duas variáveis (resultados apresentados na Tabela VI). Podendo concluir-se com este, que as médias nos dois períodos temporais se mostraram diferentes ( $p\text{-value} < 0,05$ , o que faz rejeitar a hipótese de elas serem iguais), ou seja, que a qualidade dos *accruals* e consequentemente a qualidade dos resultados das empresas durante a crise não foi o mesmo que durante o período de não crise, tendo na sua globalidade melhorado, como já explicado anteriormente, ou seja, no geral a qualidade melhorou na altura de crise.

Para as medidas de *earnings management* foi realizado o mesmo teste, para determinar se existia impacto da existência de crise nestas medidas ou não.

Para a primeira medida, EM1, foi também elaborado um teste t (Tabela VI), de maneira a comparar as médias nos dois períodos e ver se eram diferentes. Mais uma vez o resultado foi de acordo com o esperado e rejeitou-se a hipótese de as médias serem iguais, tendo neste caso, havido uma diminuição na qualidade dos resultados ao passar para o período de crise.

Relativamente à última medida proposta, os resultados revelaram-se diferentes do esperado, mostrando o teste realizado à igualdade das médias (Tabela VI), que não existe diferença entre os dois períodos ( $p\text{-value} > 0,05$ ).

**Tabela VI**  
**Teste de diferença de médias**

**Panel A - AQ**

Variable	Obs	Mean	Std. Error	Std. Dev.
AQcrise	5271	0,0125	0,0002	0,0110
AQncrise	5271	0,0159	0,0002	0,0156

**P-value = 0,000****Panel B - EM1**

Variable	Obs	Mean	Std. Error	Std. Dev.
EM1crise	5271	0,8073	0,0050	0,3641
EM1ncrise	5271	0,9765	0,0047	0,3405

**P-value = 0,000****Panel C - EM2**

Variable	Obs	Mean	Std. Error	Std. Dev.
EM2crise	5271	1,0183	0,1230	8,9312
EM2ncrise	5271	0,8606	0,0416	3,0178

**P-value = 0,2248**

Para analisar a robustez dos resultados foi construída uma medida agregada das três medidas apresentadas, sendo esta a média dos rankings dos resultados reportados por cada medida. Os resultados deste ranking são apresentados na Tabela VII, onde um valor mais baixo, representa um valor maior de *earnings management* e consequentemente uma pior qualidade dos resultados. Aqui é possível verificar que os países mais afetados pela crise, como Portugal (PT), Espanha (ES), Itália (IT) e Irlanda (IE), que eram dos que apresentavam menor índice de *earnings management*, passaram a ser, no período da crise, dos países com maior índice, Portugal o quinto (era o último da tabela), Irlanda o terceiro, Itália o quarto e Espanha o oitavo, confirmando assim que em alturas de crise as administrações estão mais propícias à gestão dos resultados.

**Tabela VII**  
**Ranking por medida e por país**

<b>Panel A - Anos de não Crise (2003 a 2007)</b>		<b>Panel B- Anos de Crise (2008 a 2011)</b>	
Country Code	Aggregate EM score - NO CRISE	Country Code	Aggregate EM score - CRISE
BE	4,0	BE	3,7
PL	6,0	SE	5,7
RO	6,7	IE	6,3
SE	7,3	IT	6,7
HU	8,0	PT	6,7
GB	8,0	RO	6,7
FI	8,3	GB	7,3
CZ	8,3	ES	7,7
IT	9,3	LT	9,3
LV	9,3	NL	9,7
DE	10,7	CZ	11,0
NL	11,3	FI	11,7
LT	12,7	PL	12,0
IE	12,7	DE	12,3
ES	13,0	BG	13,0
HR	13,0	HU	13,7
FR	13,0	FR	14,3
BG	13,7	HR	14,3
PT	14,7	LV	18,0

## 5. Conclusões

Este trabalho teve como objetivo avaliar o impacto que a crise financeira tem na qualidade dos resultados reportados em empresas não cotadas da União Europeia.

Da revisão da literatura efetuada, tinha sido possível observar que à partida durante o período de crise financeira a qualidade que seria expectável dos resultados apresentados era menor, pois os gestores seriam influenciados por diversos motivos, desde a pressão dos mercados, até aos seus bónus, passando por tentar manter uma imagem de sucesso perante os seus financiadores, acionistas e credores, a apresentarem melhores resultados do que os efetivamente obtidos, e para tal poderia existir uma manipulação dos *accruals*, alterando essas estimativas da maneira que mais lhe interessasse.

Os resultados dos testes efetuados mostraram impactos diferenciados consoante a dimensão que a crise teve em cada país. Os países onde a crise foi menos evidente, as medidas estudadas não demonstram uma deterioração da qualidade dos resultados no período da crise. Nos países mais afetados pela crise, como sejam, Portugal, Espanha, Itália e Irlanda (Grécia e Chipre, os outros países onde a crise foi mais acentuada, não fazem parte da amostra), os resultados das medidas mostram um impacto em sentido contrário, ou seja, que a qualidade dos resultados piorou neste período. Esta conclusão vai parcialmente de encontro à hipótese levantada anteriormente, mostrando que esta se verifica nos países mais afetados pela crise.

Esta investigação tem como principal contributo o facto de se ter centrado na análise de dados das empresas não cotadas, quando a maioria dos estudos se centra em empresas cotadas.

Uma limitação deste trabalho foi o facto de a maioria da amostra ser composta por empresas de países como a Inglaterra ou Alemanha, países menos afetados pela crise, o que levou a que as conclusões globais pudessem ser diferentes se a amostra se tem restringido apenas aos países onde a crise se fez efetivamente sentir com maior profundidade. Dado o peso daqueles países na amostra, as conclusões vão sempre um pouco no seguimento das suas performances.

Algumas sugestões para investigações futuras seriam alargar a pesquisa a empresas cotadas, restringir o estudo aos países onde a crise foi mais acentuada, aumentando a amostra para estes países e aumentar o número de anos da série temporal, para se poder ter conclusões mais robustas.

## Referências Bibliográficas

- Ball, R. e Shivakumar, L. (2005). Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 83-128.
- Beneish, M. (2001). Earnings Management: a Perspective. *Managerial Finance*, vol.27, 12, pp. 3-17.
- Bhattacharya, N., Desai, H., Venkataraman, K. (2008). Earnings Quality And Information Asymmetry: Evidence From Trading Costs. Working paper, Southern Methodist University.
- Brealey, R.A., Kaplanis, E. (2004). The Impact Of IMF Programs On Asset Values. *Journal of International Money and Finance* 23, 253-270.
- Burghstahler, D. C., Hail, L. e Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *Accounting Review*, 81(5), pp. 983-10.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. e Kent, P. (2005). Internal Governance Structures And Earnings Management. *Accounting and Finance* 45, 241-267.
- Dechow, P. (1994). Accounting Earnings And Cash Flows As Measures Of Firm Performance: The Role Of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18 (July), pp. 3-42.

- Dechow, P., Skinner, D. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons* 14, 235-250.
- Dechow, P., Sloan R. e Sweeney A. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, Vol. 70, No. 2 (April), pp. 193-225.
- Dechow, P. e Dichev, I. (2001). The Quality Of Accruals And Earnings: The Role Of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77 (Supplement), pp. 35- 59.
- Dechow, P., Ge, W. e Schrand, C. (2010). Understanding Earnings Quality: A Review Of The Proxies, Their Determinants And Their Consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50, 344–401.
- Doyle, J. T., Ge, W. e Mcvay, S. (2007). Accruals Quality And Internal Control Over Financial Reporting. *The Accounting Review* vol. 82, no. 5, pp. 1141–1170.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. e Schipper, K., (2005). The Market Pricing Of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39, 295-327.
- Gómez, X. G., Okumura, M. e Kunitura, M. (2000). Discretionary Accrual Models and the Accounting Process. *Kobe Economic & Business Review*.
- Gorgan, C., Gorgan, V., Dumitru, V. e Pitulice, I. (2012). The Evolution Of The Accounting Practices During The Recent Economic Crisis: Empirical Survey Regarding The Earnings Management. *Amfiteatru Economic* Vol. XIV No. 32 pp. 550-562.
- Hameed, A., Kang, W. e Viswanathan, S. (2010). Stock Market Declines and Liquidity. *The Journal of Finance*, 65 (1), 257-293.



- Healy, P. e Wahlen, J. (1999). A Review Of The Earnings Management Literature And Its Implications For Standard Setting. *Accounting Horizons* 13, 365–383.
- Kent, P., Routledge, J. e Stewart, J. (2010). Innate And Discretionary Accruals Quality And Corporate Governance. *Accounting and Finance* 50, 171–195.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board Of Director Characteristics, And Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 33, 375–400.
- Koh, P. S., LaPlante S. K. e Tong, Y. H. (2007). Accountability And Value Enhancement Roles Of Corporate Governance. *Accounting and Finance* 47, 305–333.
- Kousenidis, D.V., Ladas, A.C. & Negakis, C.I. (2013). The Effects of the European Debt Crisis on Earnings Quality. *International Review of Financial Analysis*.
- Krishnan, G. (2003). Audit Quality And The Pricing Of Discretionary Accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*.
- Kutan, A., Muradoglu, G., e Sudjana, B. (2012). IMF Programs, Financial and Real Sector Performance, and the Asian Crisis. *Journal of Banking and Finance* forthcoming.
- Laux, C., e Leuz, C. (2010). Did Fair-Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?. *Journal of Economic Perspectives* 24, 93-118.
- Leuz, C., Nanda, D. e Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 505-527.

Luís Mira Amaral (2009). A Crise Financeira e a Economia Portuguesa – A Perspectiva dos Engenheiros. Ordem dos Engenheiros - Comissão de Engenharia e Gestão Industrial

Maijoor, S. e Vanstraelen, A. (2006). Earnings Management Within Europe: The Effects Of Member State Audit Environment, Audit Firm Quality And International Capital Markets. *Accounting and Business Research*. Vol. 36. No. 1. pp. 33-52.

Marques, M., Rodrigues, L.L. and Craig, R. (2011). Earnings Management Induced By Tax Planning: The Case Of Portuguese Private Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 20, 83–96.

McNichols, M. F. (2002). Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 61–69.

Peasnell, K., Pope, F. e Young, S. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?. *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 32, no 7/8, pp. 1311-1346.

Peng, E. (2011). Accruals Quality And The Incentive Contracting Role Of Earnings. *Journal Accounting Public Policy* 30, 460–480.

Rangan, S. (1998). Earnings Management And The Performance Of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 101-122.

Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, vol. 4, pp. 91-102.

Tabachnick, B.G. e Fidell, L. S. (1996). Using multivariate statistics. HarperCollins, New York.

Tendeloo, B. V. e Vanstraelen, A. (2008). Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market. *European Accounting Review*, vol. 17, nr.3, 447-469.

Teoh, S., Welch, I. e Wong, T. (1998). Earnings Management and the Post-Issue Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, vol. 50, pp. 63-69.

Watts, R. L., e Zimmerman J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65 (1): 131-156.

Wooldridge, J. (2009). *Introductory Econometrics, A Modern Approach*, 4º Ed. South-Western Cengage Learning.

Wright, A., e Wright, S. (1996). The Relationship Between Assessments Of Internal Control Strength And Error Occurrence, Impact And Cause. *Accounting and Business Research* 27: 58-71.